

Pekabex

Walcząc z recesją

Zakładamy, że Spółka utrzyma dynamiczne tempo wzrostu zysków kwartalnych w porównaniu do roku ubiegłego z uwagi na dużą ilość podpisanych ostatnio kontraktów. Wyniki za 1kw.20 zaskoczyły pozytywnie z uwagi na dużą realizację kontraktów z segmentu generalnego wykonawstwa zrealizowanych na ponad przeciętnych marżach. Ostatnio podpisane kontrakty w połączeniu z ostatnio publikowanym backlogiem firmy spowodowały, że podnieśliśmy naszą prognozę przychodów na bieżący rok o 41.2% – teraz oczekujemy przychodów na poziomie PLN 908m, +17.6% r/r. W szczególności wart podkreślenia jest kontrakt z MDR Toruń (na zlecenie PFR TFI) na wybudowanie osiedla mieszkaniowego. Jest to kontrakt publiczny, a takich Pekabex jak do tej pory miał niewiele w swoim portfolio. Uważamy, że terminowe i prawidłowe wykonanie tego zlecenia zwiększy szanse firmy na kolejne publiczne zlecenia od PFR TFI. Mimo, że nadal uważamy obecne warunki makroekonomiczne za trudne, to wygląda na to, że Pekabexowi udało się zabezpieczyć swój portfel zleceń do końca roku (ostatnio podpisano transakcje z Panattoni, PFR TFI, PBDIM i duńskim szpitalem w Odense). Dlatego też, podwyższyliśmy naszą prognozę przychodów o 41.2% na 2020 i 37.4% na 2021, a także podwyższyliśmy naszą prognozę EBITDA odpowiednio o 111.6% i 87.6% w tym samym okresie. EBITDA rośnie więcej gdyż zakładamy, że Pekabex będzie w stanie częściowo dostosować swoją strukturę kosztową w bieżącym roku. Tym samym podwyższamy naszą wycenę o 101.7%, a wartość godziwą z PLN 6.00 do PLN 12.11 co ma 16.4% potencjał wzrostu. Rekomendację podwyższamy ze Sprzedaj do Kupuj.

Prognoza na 2020: Pekabex na koniec 1Q20 miał PLN 526m zleceń, z czego PLN 445m do realizacji w obecnym roku. Po zakończeniu 1Q20 Spółka podpisała jeszcze zlecenia o wartości szacowanej co najmniej na PLN 301m, ale na okres 2020–2021. To oznacza, że przychody w 2020 najpewniej przebiją poziom przychodów osiągniętych rok temu, a także w naszej ostatniej prognozie z kwietnia. W tym momencie nie jest jeszcze pewne, czy z powodu spowolnienia gospodarczego część firm nie wycofa swoich zleceń z backlogu Pekabexu (zwłaszcza w drugim półroczu), tak więc nasza konserwatywna prognoza zakłada przychody na poziomie PLN 908m, +17.6%r/r w 2020 i PLN 936m, +3.1%r/r w 2021.

Dług ciągle niski: Pekabex w końcu 1kw.20 zanotował dług netto/EBITDA na poziomie 1.1x – zakładamy, że ten poziom wzrośnie do 1.2x na koniec roku z uwagi na potrzeby kapitału obrotowego przy dynamicznie rosnącej sprzedaży. Zakładamy, że ten poziom obniży się do poziomu 0.9x w 2021. Obecnie, zgodnie z rekomendacją Zarządu co do podziału zysku za rok 2019, nie zakładamy wypłaty dywidendy w obecnym roku. Niemniej jednak sądzimy, że może to być przedmiotem dyskusji na zbliżającym się Walnym Zgromadzeniu Spółki 25.06.2020. Pekabex notowany jest na poziomie 4.7x 2020 EV/EBITDA, co oznacza 38.2% dyskonta do porównywalnych spółek europejskich. Sądzimy, że to dyskonto powinno być teraz mniejsze, z uwagi na podpisane ostatnio kontrakty również te z segmentu publicznego.

Tabela 1. Pekabex dane finansowe, (PLN m)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 505.4 | 623.3 | 886.3 | 772.0 | 908.2 | 936.4 | 971.2 |
| EBIT | 40.9 | 35.0 | 67.5 | 39.4 | 54.1 | 51.1 | 54.2 |
| EBITDA | 51.9 | 47.9 | 81.9 | 55.5 | 73.8 | 74.0 | 78.2 |
| Zysk netto | 34.3 | 25.8 | 51.2 | 30.5 | 45.0 | 39.8 | 41.6 |
| EPS | 1.4 | 1.1 | 2.1 | 1.2 | 1.8 | 1.6 | 1.7 |
| DPS | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.0 | 0.5 | 0.5 |
| P/E (x) | 4.9 | 6.6 | 3.3 | 5.6 | 3.8 | 4.3 | 4.1 |
| EV/EBITDA (x) | 3.8 | 4.3 | 1.8 | 3.6 | 3.6 | 3.2 | 2.8 |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Sektor budowlany

Pekabex

Kupuj

Wycena: PLN 12.11 z PLN

6.00

16.4% potencjału wzrostu

Cena 03 czerwca 2020 PLN 10.40

Rekomendacja podwyższona



Dane o akcjach

| | |
|-------------------------------|------------|
| Liczba akcji (m) | 24.6 |
| Kapitalizacja (EUR m) | 58.3 |
| 12M śr. dzienny wolumen (000) | 8.4 |
| 12M śr. dzienny obrót (EUR m) | 0.02 |
| 12M max/min (PLN) | 12.00/6.50 |
| WIG udział (%) | 0.03 |
| Reuters | PBX.WA |
| Bloomberg | PBX.PW |

Stopa Zwrotu

| | |
|-----|---------|
| 1M | +9.47% |
| 3M | +6.12% |
| 12M | +15.47% |

Akcjonariusze

| | |
|-------------------------|--------|
| Opoka II FIZ | 39.81% |
| Cantorelle Limited | 11.55% |
| Fernik Holdings Limited | 8.33% |
| NN OFE | 5.56% |

Analitik

Robert Maj
 robert.maj@ipopema.pl
 + 48 22 236 92 90

Pekabex

KUPUJ Wartość godziwa PLN 12.11

Kapitalizacja EUR 58.0m Potencjał wzrostu +16.4%

| Wskaźniki | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| C/Z (x) | 4.9 | 8.4 | 5.7 | 6.4 | 6.1 |
| EV/EBITDA (x) | 2.9 | 5.1 | 4.7 | 4.4 | 3.8 |
| EV/Sprzedaż (x) | 0.26 | 0.37 | 0.38 | 0.35 | 0.31 |
| P/Wk (x) | 0.89 | 0.83 | 0.72 | 0.67 | 0.62 |
| Stopa cash flow (%) | 26% | 14% | 15% | 15% | 14% |
| Stopa dywidendy (%) | 2% | 3% | 0% | 5% | 5% |

| Na akcje | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liczba akcji (m) | 24.4 | 24.6 | 24.6 | 24.6 | 24.6 |
| EPS (PLN) | 2.1 | 1.2 | 1.8 | 1.6 | 1.7 |
| BVPS (PLN) | 11.71 | 12.58 | 14.41 | 15.48 | 16.69 |
| FCFPS (PLN) | 2.72 | 1.49 | 1.52 | 1.53 | 1.44 |
| DPS (PLN) | 0.16 | 0.31 | 0.00 | 0.55 | 0.49 |

| Zmiana r/r (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Przychody | 42.2% | -12.9% | 17.6% | 3.1% | 3.7% |
| EBITDA | 71.0% | -32.3% | 33.1% | 0.2% | 5.7% |
| EBIT | 92.9% | -41.6% | 37.4% | -5.6% | 6.1% |
| Zysk przed podatkiem | 98.3% | -40.7% | 47.2% | -14.2% | 4.4% |
| Zysk Netto | 98.2% | -40.4% | 47.5% | -11.5% | 4.4% |

| Dźwignia finansowa | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marża brutto (%) | 18.5% | 15.5% | 15.1% | 15.1% | 15.3% |
| Marża EBITDA (%) | 9.2% | 7.2% | 8.1% | 7.9% | 8.1% |
| Marża EBIT (%) | 7.6% | 5.1% | 6.0% | 5.5% | 5.6% |
| Marża netto (%) | 5.8% | 4.0% | 5.0% | 4.3% | 4.3% |
| Dług netto / EBITDA (x) | -0.23 | 0.52 | 1.24 | 0.93 | 0.57 |
| Dług netto/ Kapitał (x) | -0.07 | 0.09 | 0.26 | 0.18 | 0.11 |
| Dźwignia finansowa (x) | 1.03 | 0.94 | 0.88 | 0.82 | 0.78 |
| ROE (%) | 19.6% | 10.3% | 13.6% | 10.8% | 10.5% |
| ROA (%) | 19.0% | 10.9% | 15.4% | 13.2% | 13.5% |
| ROCE (%) | 18.3% | 8.9% | 10.9% | 9.8% | 9.8% |

| Założenia | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Produkcja (k m3) | 182 | 143 | 179 | 197 | 203 |
| Średnia cena(PLN k) | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 2.6 | 2.6 |
| Cena bez transp.(PLN k) | 2.7 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.6 |
| Sprzedaż prefabr.(PLN m) | 546.9 | 405.8 | 470.2 | 545.1 | 572.7 |
| GW. (PLN m) | 303.0 | 312.7 | 361.3 | 352.3 | 358.7 |
| Produkcja (PLN m) | 31.6 | 34.6 | 34.2 | 34.9 | 35.6 |
| Inna sprzedaż (PLN m) | 4.9 | 3.6 | 4.1 | 4.1 | 4.2 |
| Nieruchomości (PLN m) | 0.0 | 15.4 | 38.4 | 0.0 | 0.0 |
| Polska GDP (%) | 5.2% | 4.1% | -3.0% | 1.0% | 2.4% |
| Polska CPI (%) | 2.1% | 2.2% | 3.0% | 2.0% | 2.0% |
| Rynek budowlany (%) | 9.2% | 2.6% | -3.2% | 0.6% | 1.8% |
| USD PLN (średni) | 3.61 | 3.84 | 4.20 | 4.20 | 4.20 |
| EUR PLN (średni) | 4.26 | 4.30 | 4.30 | 4.30 | 4.30 |

| RZIS (PLN m) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 623.3 | 886.3 | 772.0 | 908.2 | 936.4 | 971.2 |
| Koszty | -507.6 | -722.1 | -652.7 | -770.8 | -795.0 | -822.5 |
| Zysk brutto | 115.7 | 164.2 | 119.3 | 137.4 | 141.4 | 148.7 |
| EBIT | 35.0 | 67.5 | 39.4 | 54.1 | 51.1 | 54.2 |
| prefabrykacja | 52.8 | 96.6 | 46.8 | 53.9 | 49.1 | 51.5 |
| generalne wykonawstwo | 4.2 | 4.3 | 20.8 | 6.5 | 14.1 | 14.3 |
| usługi produkcyjne | 2.6 | 5.6 | 4.8 | 4.6 | 3.8 | 3.9 |
| Pozostałe i nieruchomości | 1.7 | 1.3 | 1.7 | 4.7 | 1.2 | 1.3 |
| Korekty | -26.4 | -40.3 | -34.7 | -15.6 | -17.1 | -16.8 |
| EBITDA | 47.9 | 81.9 | 55.5 | 73.8 | 74.0 | 78.2 |
| Działalność finansowa | -2.7 | -3.4 | -1.4 | 1.8 | -3.1 | -4.1 |
| Udział w jednostkach kons. | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 |
| Zysk przed podatkiem | 32.3 | 64.1 | 38.0 | 55.9 | 48.0 | 50.1 |
| Podatek | -6.5 | -12.9 | -7.5 | -11.0 | -8.2 | -8.5 |
| Zysk netto | 25.8 | 51.2 | 30.5 | 45.0 | 39.8 | 41.6 |

| Bilans (PLN m) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 244.2 | 259.6 | 338.2 | 346.2 | 347.0 | 348.2 |
| Wartości niematerialne | 13.5 | 15.1 | 14.5 | 14.1 | 13.7 | 13.7 |
| Aktywa trwałe | 224.3 | 236.7 | 322.1 | 330.3 | 331.4 | 332.5 |
| Należności | 1.7 | 2.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Aktywa krótkoterminowe | 235.5 | 383.5 | 415.7 | 528.5 | 516.7 | 564.6 |
| Zapasy | 44.5 | 63.6 | 62.0 | 84.5 | 87.1 | 90.1 |
| Należności z kontraktów | 20.7 | 21.1 | 41.7 | 49.8 | 51.3 | 53.2 |
| Gotówka | 15.7 | 95.2 | 106.6 | 136.2 | 112.4 | 145.7 |
| Inne krótkoterminowe aktywa | 154.6 | 203.6 | 205.4 | 258.0 | 265.9 | 275.6 |
| Aktywa Razem | 479.7 | 643.1 | 753.9 | 874.7 | 863.7 | 912.8 |
| Kapitał | 237.6 | 285.4 | 309.3 | 354.2 | 380.6 | 410.2 |
| Mniejszości | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 |
| Zobowiązania długotermin. | 77.8 | 83.2 | 135.2 | 141.0 | 142.2 | 143.6 |
| Pożyczki i leasing | 50.3 | 65.4 | 113.4 | 115.3 | 115.7 | 116.2 |
| Inne | 27.4 | 17.8 | 21.8 | 25.7 | 26.5 | 27.5 |
| Zobowiązania krótkotermin. | 164.4 | 274.6 | 309.4 | 379.5 | 340.9 | 359.0 |
| Zobowiązania handlowe | 116.0 | 168.5 | 208.1 | 179.5 | 185.1 | 191.5 |
| Pożyczki i leasing | 11.9 | 25.0 | 21.8 | 112.3 | 65.4 | 74.0 |
| Inne | 36.5 | 81.1 | 79.5 | 87.7 | 90.4 | 93.5 |
| Kapitał i zobowiązania | 479.7 | 643.1 | 753.9 | 874.7 | 863.7 | 912.8 |
| Obrót zapasów (dni) | 32.0 | 32.2 | 34.7 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| Obrót należności (dni) | 89.0 | 82.9 | 93.1 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| Net debt (PLN m) | 35.9 | -19.2 | 28.7 | 91.4 | 68.8 | 44.5 |

| CASH FLOW (PLN m) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash Flow operacyjny | 8.3 | 98.8 | 93.9 | -33.6 | 59.7 | 61.4 |
| Zysk netto | 25.8 | 51.2 | 30.5 | 45.0 | 39.8 | 41.6 |
| Amortyzacja | 12.9 | 14.4 | 16.1 | 21.3 | 22.9 | 24.0 |
| Zmiana w kapitał obrotowym | -33.2 | 24.9 | 51.4 | -109.5 | -5.0 | -6.5 |
| Inne | 2.7 | 8.4 | -4.0 | -0.1 | 1.1 | 1.2 |
| Cash flow inwestycyjny | -7.1 | -32.6 | -91.6 | -29.2 | -23.6 | -25.1 |
| Inwestycje | -7.1 | -32.3 | -92.4 | -29.2 | -23.6 | -25.1 |
| Inwestycje w jedn. Zależne | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Inne | 0.0 | -0.4 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Cash flow finansowy | -7.9 | 13.3 | 9.0 | 92.4 | -60.0 | -3.0 |
| Zmiana w kapitale | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zmiana długu | 1.7 | 24.5 | 24.8 | 91.8 | -47.0 | 8.4 |
| Dywidenda | -2.7 | -3.9 | -7.6 | 0.0 | -13.5 | -11.9 |
| Inne | -6.9 | -7.4 | -8.4 | 0.6 | 0.5 | 0.6 |
| Zmiana w gotówce | -6.7 | 79.5 | 11.3 | 29.6 | -23.9 | 33.3 |
| Gotówka na koniec okresu | 15.7 | 95.2 | 106.6 | 136.2 | 112.4 | 145.7 |

Wycena porównawcza

Porównując do median spółek międzynarodowych, które notowane są przy 2020E EV/EBITDA 7.6x, Pekabex notowany jest przy 4.7x, co stanowi 38.2% dyskonta. Sadzimy, że wskaźnik przy którym notowany jest Pekabex powinien być większy z uwagi na ostatnio podpisane liczne kontrakty.

Tabela 2. Pekabex I Spółki porównywalne

| PRICE (LCU) | Ticker | NAME | P/E | | | EV/EBITDA | | | Dividend yield | | |
|----------------|----------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|------------|--------------|
| | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 15.1 | ABGV.VI | PORR | 14.3 | 8.2 | 5.1 | 4.1 | 3.5 | 3.0 | 3.8 | 5.4 | 7.5 |
| 27.1 | STRV.VI | STRABAG | 9.3 | 9.2 | 7.8 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 4.0 | 4.2 | 4.8 |
| 18.8 | WBSV.VI | WIENERBERGER | 17.7 | 12.2 | 10.2 | 7.2 | 6.3 | 6.1 | 2.9 | 3.4 | 3.8 |
| 15.2 | TKFEN.IS | TEKFEN HOLDING | 4.6 | 4.5 | NaN | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 7.7 | 6.7 | 0.0 |
| 5.5 | ENKAI.IS | ENKA INSAAT | 9.3 | 8.9 | NaN | NaN | NaN | NaN | 4.4 | 4.9 | 0.0 |
| 8.9 | CIMSA.IS | CIMSA CIMENTO | NaN | 36.0 | 9.4 | 10.1 | 7.0 | 5.7 | 0.0 | 0.9 | 2.5 |
| 247.8 | BALF.L | BALFOUR BEATTY PLC | 19.7 | 9.7 | 9.1 | 10.5 | 6.3 | 5.7 | 2.0 | 3.2 | 3.5 |
| 11.1 | B5AG.DE | BAUER AG | 48.1 | 15.3 | 7.2 | 5.7 | 5.2 | 4.4 | 1.0 | 1.0 | 1.8 |
| 9.3 | FCC.MC | FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA | 13.5 | 11.4 | 10.0 | 8.0 | 7.4 | 7.1 | 4.3 | 4.3 | 4.8 |
| 84.5 | HOTG.DE | HOCHTIEF AG | 12.3 | 9.0 | 8.4 | 3.7 | 3.2 | 3.0 | 5.0 | 6.6 | 6.9 |
| 0.7 | OHL.MC | OBRASCON HUARTE LAIN SA | NaN | NaN | NaN | 5.7 | 4.9 | 4.3 | 0.0 | 0.0 | NaN |
| 1.9 | SCYR.MC | SACYR SA | 9.9 | 6.0 | 4.6 | 9.6 | 8.2 | 7.9 | 5.5 | 5.9 | 6.0 |
| 191.4 | SKAb.ST | SKANSKA AB | 12.9 | 13.7 | 12.9 | 8.1 | 8.4 | 7.7 | 2.4 | 3.4 | 4.0 |
| 28.5 | BOUY.PA | BOUYGUES SA | 16.5 | 10.2 | 9.0 | 5.6 | 4.6 | 4.4 | 5.6 | 6.0 | 6.2 |
| 1.2 | MOTA.LS | MOTA ENGIL SGPS SA ACS ACTIVIDADES DE | 8.8 | 3.2 | NaN | 4.8 | 4.1 | NaN | 4.0 | 6.3 | NaN |
| 24.4 | ACS.MC | CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA | 12.6 | 9.4 | 9.3 | 4.8 | 4.0 | 3.9 | 5.7 | 7.1 | 7.2 |
| 93.2 | ANA.MC | ACCIONA SA | 20.5 | 16.9 | 14.0 | 9.2 | 8.3 | 7.5 | 2.8 | 3.0 | 3.5 |
| 25.5 | FER.MC | FERROVIAL SA | 217.0 | 52.1 | 42.6 | 62.0 | 40.5 | 35.9 | 2.5 | 2.9 | 3.0 |
| 84.9 | FOUG.PA | EIFFAGE SA | 21.3 | 11.9 | 10.5 | 8.7 | 7.0 | 6.6 | 2.5 | 3.4 | 3.7 |
| 17.7 | GBFG.DE | BILFINGER SE | NaN | 18.5 | 8.5 | 13.5 | 5.4 | 3.7 | 0.7 | 3.4 | 3.8 |
| 5.0 | YIT.HE | YIT OYJ | 13.0 | 11.4 | 9.2 | 10.7 | 10.3 | 9.1 | 5.5 | 5.6 | 6.2 |
| 1.3 | WBD.MI | SALINI IMPREGILO SPA | 14.0 | 10.8 | 9.1 | 6.0 | 5.4 | 5.3 | 2.0 | 1.9 | 1.3 |
| 86.0 | SGEF.PA | VINCI SA | 25.3 | 15.7 | 13.7 | 12.5 | 9.7 | 8.9 | 2.4 | 3.5 | 4.2 |
| | | MEDIAN | 13.8 | 11.1 | 9.2 | 7.6 | 5.9 | 5.7 | 2.9 | 3.5 | 3.8 |
| 10.4 | PBX.WA | PEKABEX | 5.7 | 6.4 | 6.1 | 4.7 | 4.4 | 3.8 | 0.0 | 5.3 | 4.7 |
| | | Premium/discount to median Pekabex | -58.7% | -42.1% | -33.5% | -38.2% | -25.1% | -32.3% | na | na | 22.2% |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Sekcja ESG

Środowisko

Pekabex przywiązuje dużo uwagi do kwestii środowiska. Wprowadzone zostały liczne środki bezpieczeństwa w celu kontroli emisji oraz zapobieganiu awariom środowiskowym. Co więcej, grupa zwiększyła kontrole nad odpadami, na poziomie montażu nawet 100% użytych materiałów może być ponownie wykorzystanych. Grupa prowadzi środowiskową politykę poprzez ograniczenie zużycia materiałów naturalnych, 90% kupowanej stali pozyskiwana jest z materiału przetworzonego. Zostały także wprowadzone optymalizacja zużycia surowców: recykling, kontrola odpadów, zamknięty obieg wody. Również ze strony logistyki firma jest oparta wyłącznie o firmy, które przestrzegają co najmniej standardów Euro 6 w zakresie emisji spalin.

Społeczne

Grupie zależy na dzieleniu się doświadczeniem oraz wspieraniu aktywnym instytucji edukacyjnych w Polsce, jak na przykład Wyższej Szkoły Logistyki w Poznaniu czy Państwowych Szkół Budownictwa w Gdańsku.

Zarządzanie

Pekabex dba o częste spotkania kadr pracowniczych w celu poprawy komunikacyjności. Wyniki kwartalne i roczne są publikowane w ramach wyznaczonych prawem terminów.

Zmiany w prognozach

Tabela 3. Zmiany w prognozach

| PLN m | 2020E | | | 2021E | | | 2022E | | |
|-------------|------------|-------|-------------|------------|-------|-------------|------------|-------|-------------|
| | Poprzednia | Nowa | Różnica (%) | Poprzednia | Nowa | Różnica (%) | Poprzednia | Nowa | Różnica (%) |
| Przychody | 643.3 | 908.2 | 41.2% | 681.7 | 936.4 | 37.4% | 719.3 | 971.2 | 35.0% |
| Zysk brutto | 92.0 | 137.4 | 49.3% | 97.1 | 141.4 | 45.6% | 106.8 | 148.7 | 39.2% |
| EBIT | 18.8 | 54.1 | 187.6% | 18.1 | 51.1 | 181.6% | 22.8 | 54.2 | 138.1% |
| Zysk netto | 15.3 | 45.0 | 193.2% | 16.3 | 39.8 | 145.0% | 19.6 | 41.6 | 112.5% |
| EBITDA | 34.86 | 73.79 | 111.6% | 39.42 | 73.97 | 87.6% | 45.60 | 78.19 | 71.5% |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Dane Finansowe

Tabela 4. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 505.4 | 623.3 | 886.3 | 772.0 | 908.2 | 936.4 | 971.2 |
| Koszty | -423.6 | -507.6 | -722.1 | -652.7 | -770.8 | -795.0 | -822.5 |
| Zysk Brutto | 81.8 | 115.7 | 164.2 | 119.3 | 137.4 | 141.4 | 148.7 |
| Koszty sprzedaży i administracji | -57.1 | -81.4 | -91.3 | -78.8 | -88.0 | -97.4 | -101.8 |
| Pozostałe koszty/przychody | 16.1 | 0.7 | -5.4 | -1.1 | 4.7 | 7.0 | 7.3 |
| EBIT | 40.9 | 35.0 | 67.5 | 39.4 | 54.1 | 51.1 | 54.2 |
| Działalność finansowa | -1.0 | -2.7 | -3.4 | -1.4 | 1.8 | -3.1 | -4.1 |
| Udział w zyskach | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zysk przed podatkiem | 39.8 | 32.3 | 64.1 | 38.0 | 55.9 | 48.0 | 50.1 |
| Podatek | -5.5 | -6.5 | -12.9 | -7.5 | -11.0 | -8.2 | -8.5 |
| Mniejszości | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zysk netto | 34.3 | 25.8 | 51.2 | 30.5 | 45.0 | 39.8 | 41.6 |
| EBITDA | 51.9 | 47.9 | 81.9 | 55.5 | 73.8 | 74.0 | 78.2 |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 5. Bilans (PLN m)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 246.1 | 244.2 | 259.6 | 338.2 | 346.2 | 347.0 | 348.2 |
| Aktywa Trwałe | 225.9 | 224.3 | 236.7 | 322.1 | 330.3 | 331.4 | 332.5 |
| Goodwill | 12.3 | 12.3 | 12.3 | 12.3 | 12.3 | 12.3 | 12.3 |
| Nieruchomości inwestycyjne | 4.0 | 4.0 | 4.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Należności | 2.1 | 1.7 | 2.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Pozostałe | 1.8 | 1.8 | 3.6 | 3.2 | 3.0 | 2.7 | 2.7 |
| Aktywa bieżące | 196.1 | 235.5 | 383.5 | 415.7 | 528.5 | 516.7 | 564.6 |
| Zapasy | 30.1 | 44.5 | 63.6 | 62.0 | 84.5 | 87.1 | 90.1 |
| Należności z usług budowlanych | 18.3 | 20.7 | 21.1 | 41.7 | 49.8 | 51.3 | 53.2 |
| Należności handlowe | 123.4 | 151.9 | 201.3 | 196.9 | 248.8 | 256.5 | 266.1 |
| Gotówka | 22.4 | 15.7 | 95.2 | 106.6 | 136.2 | 112.4 | 145.7 |
| Pozostałe | 1.9 | 2.7 | 2.2 | 8.5 | 9.2 | 9.4 | 9.5 |
| Aktywa razem | 442.2 | 479.7 | 643.1 | 753.9 | 874.7 | 863.7 | 912.8 |
| Kapitał Własny | 212.2 | 237.6 | 285.4 | 309.3 | 354.2 | 380.6 | 410.2 |
| Zobowiązania długoterminowe | 79.3 | 77.8 | 83.2 | 135.2 | 141.0 | 142.2 | 143.6 |
| Dług | 42.7 | 43.9 | 55.8 | 102.8 | 102.8 | 102.8 | 102.8 |
| Leasing | 6.8 | 6.5 | 9.6 | 10.6 | 12.5 | 12.9 | 13.4 |
| Odroczony podatek | 14.2 | 12.0 | 3.4 | 5.0 | 5.9 | 6.1 | 6.3 |
| Rezerwy | 5.6 | 5.5 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| Pozostałe zobowiązania | 10.0 | 9.9 | 13.8 | 16.1 | 18.9 | 19.5 | 20.2 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 150.7 | 164.4 | 274.6 | 309.4 | 379.5 | 340.9 | 359.0 |
| Dług | 7.2 | 7.7 | 20.2 | 16.0 | 107.8 | 60.7 | 69.1 |
| Zobowiązania z usług budowlanych | 0.0 | 15.6 | 39.1 | 40.7 | 42.2 | 43.6 | 45.1 |
| Zobowiązania pracownicze | 10.6 | 11.3 | 15.2 | 17.2 | 20.4 | 21.0 | 21.7 |
| Zobowiązania finansowe | 3.6 | 3.4 | 14.7 | 1.7 | 2.0 | 2.1 | 2.2 |
| Leasing | 3.7 | 4.2 | 4.7 | 5.8 | 4.5 | 4.7 | 4.9 |
| Rezerwy | 4.3 | 6.2 | 11.4 | 18.4 | 21.7 | 22.4 | 23.2 |
| Pozostałe | 0.1 | 0.1 | 0.7 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| Zobowiązania handlowe | 121.1 | 116.0 | 168.5 | 208.1 | 179.5 | 185.1 | 191.5 |
| Zobowiązania i Kapitał Razem | 442.2 | 479.7 | 643.1 | 753.9 | 874.7 | 863.7 | 912.8 |

Źródło: Spółka IPOPEMA Research

Tabela 6. Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Zysk netto | 34.3 | 25.8 | 51.2 | 30.5 | 45.0 | 39.8 | 41.6 |
| Amortyzacja | 11.0 | 12.9 | 14.4 | 16.1 | 21.3 | 22.9 | 24.0 |
| Zmiana w kapitale pracującym | -16.2 | -33.2 | 24.9 | 51.4 | -109.5 | -5.0 | -6.5 |
| Pozostałe | -10.8 | 2.7 | 8.4 | -4.0 | 9.6 | 2.0 | 2.4 |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 18.3 | 8.3 | 98.8 | 93.9 | -33.6 | 59.7 | 61.4 |
| Inwestycje | -11.4 | -7.1 | -32.3 | -92.4 | -29.2 | -23.6 | -25.1 |
| Pozostałe | 3.3 | 0.0 | -0.4 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Inwestycje | -8.1 | -7.1 | -32.6 | -91.6 | -29.2 | -23.6 | -25.1 |
| Wolny przepływ gotówki | 10.2 | 1.2 | 66.2 | 2.4 | -62.8 | 36.1 | 36.3 |
| Zmiana długu | 19.9 | 1.7 | 24.5 | 24.8 | 91.8 | -47.0 | 8.4 |
| Dywidendy | -2.2 | -2.7 | -3.9 | -7.6 | 0.0 | -13.5 | -11.9 |
| Pozostałe | 0.0 | -2.8 | -2.5 | -3.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przepływy z działalności finansowej | 17.7 | -3.8 | 18.1 | 13.8 | 91.8 | -60.5 | -3.6 |
| Cały przepływ gotówki | 27.9 | -2.6 | 84.3 | 16.2 | 29.0 | -24.4 | 32.7 |
| Gotówka na początku okresu | 44.0 | 22.4 | 15.7 | 95.2 | 106.6 | 136.2 | 112.4 |
| Gotówka na końcu okresu | 22.4 | 15.7 | 95.2 | 106.6 | 136.2 | 112.4 | 145.7 |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Metoda wyceny

Nasze podejście do wyceny firm budowlanych wykorzystuje dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz model zdyskontowanych dywidend (DDM). Wartość godziwą dla Pekabex wyliczamy na podstawie średniej z tych dwóch wyników. Obie metody są zbieżne, ponieważ obie opierają się na tym samym modelu finansowym. Model zakłada prognozy przepływów pieniężnych przez okres 10 lat dla Spółki w oparciu o nasze prognozy dotyczące rynku budowlanego, PKB w Polsce, a także inne parametry, w tym wzrost wolumenu, zmiany asortymentu produktów, zmiany modelu finansowania, wzrost efektywności, wzrost kosztów produkcji, nakłady inwestycyjne i potrzeby kapitału obrotowego. Nasze prognozy dywidendowe są pochodną prognoz wyników w naszym modelu finansowym. Poziom wypłat jest określany przez politykę korporacyjną w perspektywie krótkoterminowej (20%) oraz tendencją do osiągnięcia docelowego wskaźnika wypłat na poziomie 60% w perspektywie długoterminowej. DDM jest również użytecznym narzędziem do zrozumienia wskaźnika P/E [$P/E = (D/E)/(k-g)$], przy czym różnice należy wytłumaczyć zarówno wzrostem zysków, jak i wypłatą dywidendy. Nasze modele DCF i DDM mają wartości końcowe ze stopą wzrostu na poziomie 1%.

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego zostały ustalone poprzez zastosowanie zmiennej stopy wolnej od ryzyka (równej 12-miesięcznej terminowej stopie procentowej) i dodanie 5,0% premii za ryzyko kapitałowe w każdym roku. 12-miesięczne terminowe stopy procentowe zostały wyprowadzone z krzywej dochodowości w latach 2020–2026. Następnie przyjmujemy rosnącą stopę procentową aż do wysokości 4,5%, która stanowi nasze oszacowanie stopy procentowej dla europejskich krajów rozwijających się w całym cyklu. Jednocześnie konsekwentnie używamy bety 1, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Tabela 7. DCF (PLN m)

| PLN m | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | Rok końcowy |
|--------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 772.0 | 908.2 | 936.4 | 971.2 | 1,001.6 | 1,042.4 | 1,083.5 | 1,126.3 | 1,170.4 | 1,217.1 | 1,217.1 |
| EBIT | 54.1 | 51.1 | 54.2 | 53.6 | 54.9 | 53.5 | 52.0 | 50.4 | 48.9 | 49.4 | 49.4 |
| Podatek na EBIT | 10.7 | 10.0 | 9.2 | 9.1 | 9.9 | 10.7 | 10.4 | 10.1 | 9.8 | 9.9 | 9.9 |
| NOPLAT | 43.5 | 42.4 | 45.0 | 43.9 | 43.9 | 42.8 | 41.6 | 40.3 | 39.1 | 39.5 | 39.5 |
| Amortyzacja | 21.3 | 22.9 | 24.0 | 24.7 | 25.6 | 27.1 | 28.6 | 30.2 | 31.9 | 33.7 | 33.7 |
| Wydatki inwestycyjne | -29.2 | -23.6 | -25.1 | -25.9 | -26.9 | -27.4 | -28.9 | -30.5 | -32.1 | -33.9 | -33.9 |
| Zmiana w kapitale pracującym | -109.5 | -5.0 | -6.5 | -5.1 | -7.2 | -6.8 | -7.1 | -7.2 | -7.7 | -8.4 | -8.4 |
| Wolny przepływ gotówki | -73.9 | 36.7 | 37.3 | 37.7 | 35.5 | 35.8 | 34.3 | 32.8 | 31.2 | 30.9 | 30.9 |
| Stopa wolna od ryzyka | 1.73% | 1.75% | 1.86% | 1.89% | 1.94% | 2.06% | 2.50% | 3.00% | 3.50% | 4.00% | 4.50% |
| Premia za ryzyko | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| Beta | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Koszt kapitału | 6.73% | 6.75% | 6.86% | 6.89% | 6.94% | 7.06% | 7.50% | 8.00% | 8.50% | 9.00% | 9.50% |
| Koszt długu (przed podatkiem) | 4.2% | 4.3% | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 4.6% | 5.0% | 5.5% | 6.0% | 6.5% | 6.5% |
| Efektywna stopa podatkowa | 19.7% | 19.6% | 17.0% | 17.0% | 18.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| Koszt długu po podatku | 3.4% | 3.4% | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 4.0% | 4.4% | 4.8% | 5.2% | 5.2% |
| Waga długu | 35.4% | 29.1% | 29.4% | 26.2% | 24.6% | 24.3% | 24.2% | 25.6% | 26.2% | 28.0% | 28.0% |
| Waga kapitału | 64.6% | 70.9% | 70.6% | 73.8% | 75.4% | 75.7% | 75.8% | 74.4% | 73.8% | 72.0% | 72.0% |
| WACC | 5.6% | 5.8% | 5.9% | 6.0% | 6.1% | 6.2% | 6.7% | 7.1% | 7.5% | 7.9% | 8.3% |
| Współczynnik dyskontujący | 0.95 | 0.90 | 0.85 | 0.80 | 0.75 | 0.71 | 0.66 | 0.62 | 0.58 | 0.53 | 0.49 |
| Wartość bieżąca przepływu gotówki | -70.0 | 32.9 | 31.6 | 30.0 | 26.7 | 25.3 | 22.8 | 20.3 | 18.0 | 16.5 | 15.2 |
| Suma | 154.0 | | | | | | | | | | |
| Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku | 1.0% | | | | | | | | | | |
| Wartość końcowa | 428.0 | | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca wartości końcowej | 211.0 | | | | | | | | | | |
| Zwijanie dyskonta | 7.9 | | | | | | | | | | |
| Wartość przedsiębiorstwa | 372.9 | | | | | | | | | | |
| Dług netto 2019E | 28.7 | | | | | | | | | | |
| Zobowiązania pracownicze i inne | -17.2 | | | | | | | | | | |
| Dywidenda wypłacona w 2020 | 0.0 | | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału | 327.0 | | | | | | | | | | |
| Wartość na akcje (PLN) | 13.3 | | | | | | | | | | |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 8. Wrażliwość wyceny DCF

| | Premia za ryzyko | | | | |
|-------------------------------|------------------|-------|--------------|-------|-------|
| Wzrost FCF w końcowym okresie | 3.0% | 4.0% | 5.0% | 6.0% | 7.0% |
| 0.5% | 16.62 | 14.47 | 12.78 | 11.42 | 10.28 |
| 0.8% | 10.28 | 14.81 | 13.04 | 11.61 | 10.44 |
| 1.0% | 17.56 | 15.16 | 13.30 | 11.82 | 10.60 |
| 2.0% | 19.97 | 16.86 | 14.55 | 12.77 | 11.37 |
| 3.0% | 23.45 | 19.18 | 16.19 | 13.97 | 12.25 |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 9. Wycena DDM (PLN m)

| PLNm | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | Rok końcowy |
|---|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| Dywidendy | 0.0 | 13.5 | 11.9 | 12.5 | 20.5 | 20.9 | 20.5 | 20.0 | 21.4 | 28.2 | 28.2 |
| Stopa dyskonta | 6.7% | 6.8% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 7.1% | 7.5% | 8.0% | 8.5% | 9.0% | 9.5% |
| Współczynnik dyskontujący | 0.94 | 0.88 | 0.82 | 0.77 | 0.72 | 0.67 | 0.62 | 0.58 | 0.53 | 0.49 | 0.45 |
| Zdyskontowana dywidenda | 0.0 | 11.8 | 9.8 | 9.6 | 14.8 | 14.0 | 12.8 | 11.6 | 11.4 | 13.8 | 12.6 |
| Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca) | 109.5 | | | | | | | | | | |
| Wzrost dywidendy w końcowym roku | 1.0% | | | | | | | | | | |
| Wartość końcowa | 335.3 | | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca wartości końcowej | 149.7 | | | | | | | | | | |
| Zwijanie dyskonta | 8.9 | | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału | 268.1 | | | | | | | | | | |
| Wartość na akcje (PLN) | 10.9 | | | | | | | | | | |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 10. Podsumowanie wyceny

| PLN m | |
|----------------|--------------|
| DCF | 13.30 |
| DDM | 10.91 |
| Średnia | 12.11 |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Ryzyka do wyceny

Zmienność popytu

Dzięki swojemu modelowi biznesowemu opartemu o własne aktywa Pekabex jest wyeksponowany na lokalny popyt na konstrukcje prefabrykowane. Słaby popyt na takie produkty w latach 2000–2003 zmusił firmę do wszczęcia postępowania upadłościowego. Elementy prefabrykowane są szeroko stosowane w budownictwie obiektów przemysłowych i magazynów, na które popyt jest bezpośrednio związany z perspektywami makroekonomicznymi i zachętami dla inwestorów prywatnych do inwestowania.

Niekorzystny trend na rynkach cen materiałów i usług

Elementy prefabrykowane zyskały popularność dzięki postępowi technologicznemu (rosnąca wytrzymałość i elastyczność elementów prefabrykowanych), częściowo zautomatyzowanemu procesowi produkcji oraz przewadze kosztowej nad konstrukcją stalową (ze względu na mniejsze zużycie siły roboczej). Niekorzystne tendencje, takie jak rosnące koszty surowców (koszty betonu wzrosły o ponad 50% w okresie ostatnich 3 lat), czy też inflacja kosztów usług transportowych, mogą ograniczyć rentowność firmy.

Możliwy wzrost konkurencji

Biorąc pod uwagę wyższą rentowność firmy, wynikającą ze złożonych rozwiązań i rosnącej skali działalności, kilku lokalnych konkurentów może próbować naśladować model biznesowy Pekabex, co mogłoby potencjalnie zwiększyć konkurencję w najważniejszych segmentach firmy.

Brak siły roboczej

Niedobór wykwalifikowanej siły roboczej w budownictwie może spowodować, że Pekabex nie będzie miał wystarczającej liczby pracowników do prowadzenia działalności gospodarczej. Obecnie w polskim budownictwie notuje się niedobór wykwalifikowanej siły roboczej, który ostatnio się pogłębił na skutek wyjazdu dużej liczby obcokrajowców. Pogorszenie sytuacji stanowiłoby istotne ryzyko dla Pekabexu: niedobór siły roboczej miałby negatywny wpływ na wydajność, koszty i zdolność firmy do utrzymania lub zwiększenia produkcji. Z jednej strony firma ma naturalną przewagę w porównaniu z klasycznymi firmami budowlanymi ze względu na dużą automatyzację procesu produkcyjnego.

Wzrost należności

Największym zagrożeniem dla spółki byłby szybki wzrost należności wynikających z kontraktów budowlanych, który rzuciłby cień na ich rentowność. Na dzień dzisiejszy, ponieważ portfel zamówień Pekabexu jest dość krótki (średnio około 6 miesięcy lub mniej), nie spodziewamy się wstrzymania płatności, który zagrażałby płynności spółki.

Spowolnienie gospodarcze

Szacunki dotyczące gospodarki polskiej, szwedzkiej i niemieckiej wskazują na recesję i niższe stopy wzrostu PKB w przyszłości. W rezultacie część inwestycji może zostać zawieszona, co rzutuje na poziom przyszłych zamówień.

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękną 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie („Program”) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”). Szczegółowe informacje o Programie dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A. będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A. a GPW.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyrażonych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie bez obowiązku informowania o tym fakcie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy i promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które często wiążą się z porównaniami z wybranymi firmami partnerskimi. Modele przepływów pieniężnych zawierają prognozy przepływów pieniężnych, które napływają do firmy i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Porównania porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jak kosztowne może być jedno przedsiębiorstwo w stosunku do wybranego komparatora. Subiektywne opinie autora lub autorów dokumentu, ukształtowane przez ich wiedzę i doświadczenie, odgrywają istotną rolę w wycenie. Uwzględniono również założenia dotyczące wielu zmiennych ekonomicznych, w szczególności stóp procentowych, inflacji i kursów walutowych, a zróżnicowanie tych założeń może prowadzić do znacząco odmiennych opinii. Siłą modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest bliższa uwaga firmy na samodzielne działanie i powiązanie wyceny z jej podstawową wartością. Słabością takiej metody jest liczba założeń, które należy przyjąć i wynikająca z nich wrażliwość na te założenia. Metody porównań równorzędnych są mniej zależne od osądu analityka co do poszczególnych parametrów, jednak problem z tą metodą pojawia się, gdy komparator równorzędny jest nadmiernie lub niedowartościowany. Co więcej, wiodące wielokrotnie (w oparciu o przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne) obejmują szacunkowe wartości analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Przewiduje się, że raport analityczny dotyczący spółki będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządzała rekomendacji dotyczących spółki.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę publikacji dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez łączne przychody bankowe.
ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.
ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.
EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.
EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją i amortyzacją.
EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).
Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.
Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w pewnym okresie czasu.
CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.
BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.
P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.
DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.
DY - stopa dywidendy - dywidenda w danym roku podzielona przez bieżącą cenę.
DDM - model dyskontowy dywidendy - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.
FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

| Rating | Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji |
|----------|---|
| Kup | powyżej 10% |
| Trzymaj | między (włączając) -10% and 10% |
| Sprzedaj | poniżej 0% |

IPOPEMA Research – Rozkład według kategorii rekomendacji (Styczeń 1 – Marzec 31, 2020)

| | Liczba | % |
|----------|--------|------|
| Kupuj | 2 | 29% |
| Trzymaj | 1 | 14% |
| Sprzedaj | 4 | 57% |
| Suma | 7 | 100% |

Historia rekomendacji – Pekabex

| | Data | Rekomendacja | Wartość godziwa | Cena z rekomendacji | Autor |
|------------|------|--------------|-----------------|---------------------|-----------------------------|
| 05/08/2019 | | Trzymaj | PLN 9.27 | PLN 9.90 | Robert Maj Mateusz Tront |
| 06.04.2020 | | Sprzedaj | PLN 6.00 | PLN 6.98 | Robert Maj |
| 04.06.2020 | | Kupuj | PLN 12.11 | PLN 10.40 | Robert Maj |